



中国社会科学院金融研究所

# 金融论坛

2007年第20期(总第176期)

2007年5月31日

---

## “泡沫”不应成为 A 股市场争论的焦点(下)

中国社科院金融研究所 王国刚

### 二、“泡沫”程度在 A 股市场实践中难以衡量

在 A 股市场的实际运行中，争论各方提出了种种依据，或证明 A 股市场已经存在较高的泡沫，处于危险状态；或证明 A 股市场虽然已有泡沫，但尚未达到高点，只需警惕；或证明 A 股市场走势良好，没有多少泡沫，不足为虑。由此提出了对一系列实践数据的认识问题，其中包括：

1、市盈率。市盈率的全称是“市场盈利率”，最简单的计算方法是每股交易价格/每股税后利润，它实际上反映的是按照已知的每股

税后利润，当前的交易价格需要多少年才能收回购股投资。中国上交所 A 股市场的平均市盈率在 2006 年底超过了 33 倍，到 2007 年 5 月 10 日左右超过了 40 倍，其中，有些上市股票（舍去亏损和退市股票）的市盈率超过了 200 倍，据此，一些人从国际对比角度出发，强调 A 股市场的股价已经过高，其中存在着大幅泡沫。国际对比的主要依据是，美国纽交所的道·琼斯 30 种工业股票指数的市盈率大致在 18 倍左右，香港恒生指数的市盈率不足 20 倍，印度 SENSEX 指数的市盈率为 23 倍，韩国 KOSP200 指数的市盈率只有 11 倍左右，与此相比，A 股市场的市盈率似乎高得惊人。“可以说，经过 2006 年的大幅上涨，A 股指数的估值优势已经消失”；国际著名投资银行——GP 摩根在 2006 年底针对 A 股的《2006：熊在等候》报告中也指出：A 股将在未来 6 个月内面临回调走势。面对市盈率高位运行的态势，一些人根据上市公司 2007 年第一季度报表披露的财务数据重新计算市盈率，并将其称为“动态市盈率”（与此对应，将按照 2006 年度上市公司盈利水平计算的市盈率称为“静态市盈率”），认为 2007 年 5 月上旬的动态市盈率 30 倍左右虽然较高但并不太过头，A 股市场还有继续上行的一定空间。

中国证券业协会和沪深交易所联合调研的结论是：“目前中国股市估值整体处于高位区，正在逐步形成结构性泡沫，但并没有市场所担心的整体性泡沫。”对此，有人提出质疑认为：“所谓结构性泡沫让人想起过去高科技的泡沫，也就是说只要是供不应求引起的，这个说法是值得重新考虑的，因为资产最终还是要求回报的……，我个人认为目前 A 股市场存在整体泡沫，不论从股价、从交易量、从新增投资者的心态各方面来看都差不多。”

在这些争论中，有两个问题是重要的：国际比较和股市投资回报。从金融投资角度来看，运用市盈率进行国际间的股市态势比较，是不太容易说清问题的。在假定金融投资的产品选择只有存款和购股两种

条件下，投资者投资选择行为的结果必然将引致存款的收益率与股市投资收益率之间的均衡。2007年5月15日，美国的联邦基金利率为5.25%、3个月存单利率为5.32%，这意味着一笔资金存入银行只需不足20年就可通过利息回报而收回本金，受此制约，如果道·琼斯30种工业股票指数的市盈率超过这一倍数，投资者就宁愿将资金存入银行而不投入股市（更不必说，股市投资风险高于银行存款）。同期，中国的1年期存款利率为2.79%，再扣掉20%的利息税，实际为2.232%，这意味着一笔资金存入银行需要花将近45年才可能通过利息收益将本金收回，与此对应，A股市场的市盈率只要低于45倍，投资者就可能选择。从中国实际情况看，在可投资的金融产品品种和规模都相当有限的条件下，城乡居民消费剩余的资金基本上限于存款与投资股市的选择中，由此，不论投资者是否意识到存款的利息收益与股市投资回报的之间均衡关系，他们群体的股市投资行为都将按照这一趋势展开。据此不难看出，直接应用市盈率来衡量股市是否有泡沫，很难说得清楚。

第二，股市均价走势。数据显示，以2005年6月3日为基期到2007年5月18日，A股市场的平均股价从4.37元上升至12.57元，升幅高达187.64%；其中，与2006年11月20日相比，2007年5月18日的A股平均股价上涨了131.92%。与此对应的还有股指走势，以上证指数为例，2005年6月上证指数曾跌破1000点，以此为基期，到2006年11月20日突破2000点，耗时大约1年半；从2000点到2007年2月16日突破3000点，仅耗时3个月；从3000点到2007年5月9日突破4000点，为时只有49天（扣除大礼拜和“五一”长假，实际只有32个交易日）。一些人以此为依据，认为A股市场在如此短的时间内以如此快的速度上升，期间肯定由泡沫所使然（或必然产生泡沫）。由此，争论的重心转向了速度的快慢。似乎涨幅快了就有泡沫，而慢些就没有了泡沫。由此引致的问题包括：

首先，就股指而言，发达国家和地区大多选择的是以取样股票为编制指数的基础，例如，道·琼斯 30 种工业股票指数以纽约证券交易所中取样的 30 家工业类上市公司股票为编制基础，日经 225 种平均指数以东京证券交易所中取样的 225 家上市公司股票为编制基础，香港恒生股价指数以香港联交所中取样的 33 家上市公司股票为基础，如此等等。但 A 股指数选择的是综合方法，即所有上市公司的股票均计入编制范畴，受此影响，选择取样指数的国家和地区，新公司上市不会引致股指直接上升，指标股之外的上市公司股份增加（如送股、配股、增发新股登）也不会引致股指上行，但在中国的 A 股市场中，任何方式的上市股份增加都可能引致股指上扬。2006 年 7 月以后，不仅 IPO 速度加快，送股、增发新股的速度加快，而且诸如工行、中行等大盘股也明显增加，由此，自然引致 A 股的股指快速上行。这恐怕很难说是“泡沫”。

其次，就股指高涨所费时间而言，快慢很难成为衡量是否有“泡沫”的标准。且不说快慢的时间概念可能仁者见仁，缺乏共识，就是各国间的股市比较，也很难衡量股市是否有泡沫。“在印度股市上，近 3 年来股指也增长了 3 倍，……尽管从 2005 年起，日本的股票市场已翻了一倍，但一位日本裔美国专家认为，日本股市的价值仍然是世界上最底的之一。去年巴西的经济相对放缓，不过巴西的主要股指还是猛升了 32.9%，达到创纪录的新高。加拿大股票市场的主要股指在过去 5 年里比标准普尔 500 指数高出了 153%，而且仍然有上升的潜力。”如果因股指走得过快而产生泡沫，这些国家的股市是否也存在泡沫呢？在 A 股历史上，也有股指快速上行的经历。1992 年 5 月 21 日，上交所取消了涨跌停板制度，上证综指在前收盘 616.64 点的基础上猛涨 105.27%，以 1265.79 点报收，此后的几个交易日继续上扬，到 5 月 25 日达到 1421.57 点。短短 5 日，涨幅高达 130.53%，但当时并没有任何人对此以“泡沫”论之。与此相比，就时间概念而

言，2006年以来的A股涨幅就显得不足挂齿了。

再次，就股东账户开户数而言，随着股市上行，个人投资者的开户数快速增加。2007年3月以后，每天新增的开户数突破了30万个，4月底股东账户已多达9600多万户，由此，一些人强调由新的个人投资者加入股市所引致的“全民炒股”狂热正在发生，应予以抑制和防范。但实际的统计数据是，9600多万个股东账户中有3500多万个账户长期没有发生交易行为，剩下的6000多万个账户再区分为沪市和深市账户，由此，真正在股市中操作的个人投资者数量大约为3000万左右。这一数据的真实性可以从入市的资金账户数得到验证。4月底，各家证券营业部的资金账户开户数为4300多万个，其中，1300多万个长期来资金数额低于100元（即没有进行操作），因此，真正在运作中的资金账户为3000万个左右。3000万个已是不小的数字，就某一日交易而言，实际上介入的投资者数量还将大大低于此数量。全国共有3200多家证券营业部，每日交易时间为4小时（即240分钟），如果每个投资者输入1笔委托单需要10秒钟（即每分钟输入6单），则每天1家营业部平均的委托交易笔数为1440笔，3200多家的证券营业部输入的委托交易笔数为460多万笔，由此，即便假定每个投资者在1家证券营业部仅输入1笔委托单，一天进入操作的投资者数量也仅有460多万人，远低于3000多万个账户数。且不说460多万个投资者，就是3000多万个投资者占13亿人口的比重也相当低。上世纪90年代，美国在人口2.7亿左右时，介入股市的投资者达到1.2亿，与此相比，中国远不到“全民炒股”的程度（实际上，“全民炒股”也是不可能的）。因此，简单以股东账户的数字增加为据很难衡量A股市场是否存在“泡沫”。

第三，“黄金10年”。2006年，随着A股市场上行，一些人提出了“黄金10年”的命题，认为中国股市将持续上行10年以上。2007年，在股市继续走高的背景下，有人甚至为谁是“黄金10年”的始

作俑者而争论不休。另一方面，认为 A 股市场存在“泡沫”的人则认为，“黄金 10 年”将是“泡沫 10 年”。在此有两个问题需要弄清：其一，“黄金 10 年”的提法并非中国学者或 A 股市场参与者所提出。哈里·S·登特在 2004 年出版的《下一个大泡泡（2005 - 2009）》一书中就说过：“我们的答案很清楚，这个 10 年的剩余时间里会有一次大牛市，很可能比上世纪 90 年代的那次更强劲”，道·琼斯指数将达到 40000 点。但在 2010 - 2020 年间，美国经济将快速衰退，由此，美国股市也将呈明显的下行走势。与此不同，由于中国的人口出生高峰比美国长 10 年，所以，2020 年之前，中国经济将保持持续高速增长，受此影响，中国股市也将持续上行。鉴此，他建议美国的投资者在 2010 年以后更多地关注亚洲（尤其是中国）的股市走势。其二，“黄金 10 年”以什么为衡量对象？如果以 A 股的上证指数为对象，那么，只要有新股（包括新的上市公司、已上市公司增发新股等）不断上市，在综合指数计算方法背景下，它就必然是一个总体上行的走势。仅此而言，不用说“黄金 10 年”，就是“黄金 50 年”乃至更长时间也都大致成立。因此，“黄金 10 年”很难说是“泡沫 10 年”。但是，如果衡量的对象是每股盈利水平（尤其是税后利润/每股），那么，也许会有若干只股呈现盈利水平持续提高的走势，可是，对 A 股整体上市公司（或绝大多数上市公司，甚至大部分上市公司）而言，要在 10 年持续提高每股盈利水平几乎是不可能的，由这种每股盈利水平的持续提高来支持股价上行也是极其困难的，由此，“黄金 10 年”的说法就带有一定的虚假成份，它本身就有“泡沫”。

实践中的各种争论，实际上，以何种思维方法来看待何分析 A 股市场走势的争论。坚持以历史数据、历史经验和国际比较为依据来衡量 A 股走势的，大致可以得出 A 股市场存在泡沫的结论；反之，则很难得出此结论。但是，历史并非当今，更非未来。历史具有借鉴意义，但不具有判定意义，更不具有直接衡量 A 股价格是否高于股票价值的

功能。因此，这些争论很难有一个共识的结论。

### **三、政策重心应放在缓解压力和防范未燃**

股市泡沫争论的中心问题，是担心一旦这些泡沫破灭将给经济社会的运行带来负面后果，因此，避免这些负面影响、使股市在继续上行的态势中走稳就成为相关政策的重心所在。要实现缓解压力、防范未燃，既需要理清此轮股市上行的一些成因，也需要选择符合市场机制的稳妥措施。

从理清此轮 A 股上行成因来看，如下三个问题是值得探讨的：

第一，是否流动性过剩引致 A 股上行？一些人认为，此轮 A 股上行，主要是由于流动性过剩引致的股市资金供给过多，因此，主张通过紧缩的货币政策来收紧银根，给股市以釜底抽薪。所谓流动性过剩，实际上是资金过剩。这种资金主要表现为超额存款准备金，它基本上属银行体系范畴。虽然就个案而言，可以找到通过一些渠道（如一些企业将从银行获得的贷款投资于股市，一些居民通过房产抵押从银行获得贷款并投入股市等等），但自 2006 年 11 月 20 日以后的股市高涨，就资金面而言，主要来源于居民个人资金，个人账户的开户数快速增加、城乡居民储蓄存款增长率减缓和绝对额减少、证券投资基金热销等都是明证。实行紧的货币政策，虽然对银行等金融机构和货币市场的资金状况可能有收紧相应，但对城乡居民的消费剩余资金和存款资金却难有及时效应。到 2007 年 3 月底，城乡居民储蓄存款余额已超过 17 万亿元，同时，每年的消费剩余资金继续以 2 万多亿元数额增加，而目前个人投资者投入股市的资金不到 1 万亿元，在此背景下，实行紧缩货币政策恐怕是一项无的放矢的措施。

第二，股市走势是否影响经济走势？股市走势与经济走势的关系在研究中主要有两个侧面：一是股市走势对经济走势的影响，其典型说法“股市是国民经济的晴雨表”。但这一说法已经为无数事实和理论研究所证明是缺乏根据的。从中国实践来看，2001 - 2005 的 5 年

间，股市低迷，但经济增长率一直保持在10%左右；2006年迄今，股市快速高涨，经济增长率并没有突然跳跃式地高涨，还是保持在10%左右，因此，股市走高走低并不直接影响经济走势（除非股市暴跌引致了经济社会秩序的混乱，但即便如此，还取决于范围、程度和时间等等）。由此，那种认为，如果股市下行将严重影响经济走势的看法，是缺乏根据的。二是经济走势对股市走势的影响。经济走势对上市公司业绩、股票发行（包括IPO）、投资状况、企业资金宽松程度、资金的市场流动、居民收入提高等等有着直接影响，由此，也就对股市走势有着直接影响。只要中国经济继续保持快速增长，以股指为标志，股市就将呈现上行态势（即便一时指数下跌了，随后也还将继续上扬），因此，不必为股指在一段时间内的快速上行忧心忡忡，也不必为股指的下行惊慌失措。

第三，A股走势是否影响国际股市走势？这方面的情况大致有三：一是海内外股市之间的影响。2007年2月27日，上证指数下跌了8.8%，次日，美国等国际股市也呈下落走势，由此，海内外一些人将这些现象联系起来，强调中国股市的国际影响力。实际上，此次A股市场下落与国际股市的波动只是在时间上的偶然相合，二者间并无真实的内在联系。就金融全球化而言，似乎中国金融（从而中国股市）对国际金融市场有着重要影响，但在资本与金融账户中的“交易”项尚未充分对外开放的条件下，中国股市对国际股市的影响几乎可以忽略不计。二是人民币升值走势。一些人强调，股市走势反映着人民币升值走势，股市下落将改变国际投资者对人民币升值的预期，由此，将影响国际股市的走势。这一判断可能过于牵强。从美国情况来看，2005年之后，道·琼斯指数一路上行，但这并没有改变美元走软的趋势。在中国，2006年以后，A股市场持续走强也没有在多大程度上推上了人民币升值。实际上，不论人民币升值的预期如何，在目前条件下，都不会受到A股市场走势的直接影响。其内在机理是，对海外



投资者而言，缺乏在人民币汇市和 A 股市场之间进行投资（或投机）套作的制度条件。三是国际资本流入。一些人认为，2006 年以来的 A 股市场走高与国际资本（即热钱）的私下流入直接相关，其数额高达 1000 多亿美元。这些国际资本，既想获得人民币升值的利益，也想得到 A 股升值的好处。在 QFII 的安排下，一些国际资本的流入是合法的，但其数额不大（有关部门的定额为 150 亿美元，实际的使用数少于此数额），不致对 A 股市场形成多大的冲击能量；另一方面，也确实存在一些通过不合法途径进入中国的海外资本，但其数额远低于所谓的 1000 亿美元。一个简单的事实是，所谓 1000 亿美元海外资金流入股市的统计是如何进行的？统计者又有何权力要求流入的海外资金向其报告？从这三方面情况看，可以得出结论，目前的 A 股市场走势对海外股市基本没有影响，因此，不必依此而说道。

在 A 股市场持续高涨的背景下，一些人主张动用行政手段和政策力量，抑制股市的上行势头，避免泡沫的继续扩大。可动用的行政手段很多，但 90 年代以来的“股市调控”实践证明，政策可打压股市一时，难以从根本上改变股市走势；同时，由政策打压所产生的后果是，股市走势的扭曲和一系列负面问题的发生，因此，正确的选择不应是动用行政机制、通过出台政策来“调控”股市。事实上，股市不可调控，只能监管。正确的选择应当是，运用市场机制来促进股市调整。市场机制与行政机制的区别在于，市场机制给了股市参与者以充分的选择权，而行政机制对他们来说处于无权选择境地。可考虑实行的市场机制措施主要包括：

第一，强化对投资者的投资风险警示教育。2006 年以后，随着 A 股走高，一大批新的投资者介入了股市，他们中的大部分人缺乏对股市投资风险的真切认识和感受，因此，有必要强化投资风险的警示教育。在警示教育中，不仅需要进行合法投资、投资风险和化解风险等方面的知识教育，而且应着重就投资教训、风险后果和理性处置等方

面的教育。需要使投资者明确，风险一旦发生，后果自担，应努力避免由情绪冲动引致的各种非法行为甚至铤而走险的现象发生。

第二，加快新股发行。在股市交易中，供求关系起着重要作用。当前股市快速上涨的一个主要原因是，资金多而股盘少，为此，既需要加快 IPO 的发行步速，也需要加快已上市公司的新股增发。这些新股发行，不应囿于已有的程序套路（例如，每星期上 1-2 家），应当根据市场状况，能发多少就发多少。加快新股发行，不仅给投资者以新的选择，也不仅将保持综合指数的持续上行，而且将拉开各只上市股票之间的价差，促使 A 股平均价位有所回落，在空间和时间上，给投资者以“软着陆”之选择。

第三，加快公司债券、理财产品和其他金融创新产品的发展。从金融投资上说，公司债券、理财产品和其他金融产品在不同程度都有着替代股票投资的效应。2006 年以来，股市高涨的一个重要成因是，可供投资者（尤其是居民）选择的金融投资产品在品种、规模等方面都太少了，与此对应，加快这些金融产品的发展，给投资者已更多的选择空间，应是一个重要的方向。目前，10 年期债券的票面利率在 4% 以上，这明显高于 1 年期存款利率，同时，按照年收益 4% 左右计算，25 年就可收回投资本金，明显低于 40 倍左右的股市市盈率。这意味着，在加快发展金融产品的条件下，这些金融产品的收益率将成为股价收益率的重要对冲机制。

面对城乡居民储蓄存款余额已高达 17 万亿元，且每年的消费剩余资金还在以 2 万多亿元的规模增加，公司债券、理财产品和其他金融产品的发展，应当在规模上加快扩大，争取在较短时间内突破万亿元大关，否则，虽有品种，但规模严重不足，其市场效应也就难以真实发挥。

值得注意的是，通过提高存款利率，对股市的影响微乎其微，且有着诸多负面效应。这是因为，流动性过剩意味着银行等金融机构中

的资金过剩，为此，存款利率本应呈现下落走势。有关部门采取行政机制，从2004年10月以后，连续4次提高了存款利率，在此背景下，继续提高存款利率的空间已越来越小；同时，每次提高0.27个百分点的存款利率，对股市投资者的预期和选择很难起到多少实质性影响。一个近期的实例是，5月18日第4次提高存款利率后，股市的总走势不降反升。另一方面，不断提高存款利率，不仅给债券、理财产品等的创新和规模展开造成了比较严重的市场压力，引致金融市场的交易预期变化和保险产品的理财难度提高，而且给人民币升值也造成了新的压力。

(全文完)

参考文献(略)

---

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn